

BÁO CÁO CẬP NHẬT Q3.2021

**VPBank – Vững vàng vượt qua đại dịch
– Sẵn sàng hồi phục cho tương lai**

Chuyên gia: Trần Thái Bình

MUA

NGÂN HÀNG TMCP VIỆT NAM THỊNH VƯỢNG (HSX: VPB)

Ngày viết báo cáo	05/11/2021
Giá thị trường hiện tại	37,950 VND
Giá mục tiêu	53,800 VND
Tăng/giảm (%)	+41.8%
Bloomberg	VPB VN
Vốn hóa (tỷ VND)	168,928 tỷ đồng
Biến động 52 tuần (VND/cp)	13,132 – 41,048
GTGD BQ 12T (tỷ VND)	595,927
Giới hạn Sở hữu NĐTNN (%)	19.2%
Sở hữu NĐT NN hiện tại (%)	19.2%

VỮNG VÀNG VƯỢT QUA ĐẠI DỊCH – SẴN SÀNG HỒI PHỤC CHO TƯƠNG LAI

Cơ hội đầu tư

Chúng tôi khuyến nghị MUA đối với cổ phiếu VPB với giá mục tiêu **53,800 VND/cp** (+41.8% upside) dựa trên: (i) tăng trưởng hạn mức hoạt động nhờ nguồn vốn cải thiện mạnh mẽ; (ii) chất lượng tài sản được nâng cao hơn nhờ chủ động trích lập dự phòng; (iii) CASA tăng trưởng nhờ chuyển đổi số; (iv) khả năng sinh lợi hàng đầu.

Luận điểm đầu tư

Tăng trưởng hạn mức hoạt động nhờ nguồn vốn cải thiện mạnh mẽ. Với việc hoàn thành thương vụ bán 49% vốn điều lệ FEC trong tháng 10/2021 dự kiến đem về cho VPBank khoảng 1.4 tỷ USD và theo đó vốn chủ sở hữu (VCSH) của VPBank kỳ vọng đạt mức hơn 96 nghìn tỷ đồng vào cuối năm 2021. CAR dự kiến đạt 17%, một phần giúp VPBank có được phê duyệt hạn mức hoạt động từ NHNN, trong đó có hạn mức tín dụng - yếu tố cốt lõi cho sự tăng trưởng của VPBank trong tương lai.

Đẩy mạnh cho vay bán lẻ và cho vay tiêu dùng nhờ nền tảng công nghệ. Sự tham gia của SMBC kỳ vọng giúp VPBank duy trì vị thế dẫn đầu trong mảng cho vay tiêu dùng với hơn 50% thị phần. Hơn nữa, ngân hàng số VPBank Neo đã chứng minh được hiệu quả khi trong 9 tháng đầu năm đã thu hút hơn 2.6 triệu khách hàng mới với hơn 95 triệu giao dịch online là nền tảng cho mảng cho vay bán lẻ đạt tốc độ tăng trưởng cao trong tương lai.

Tăng cường trích lập dự phòng đảm bảo chất lượng tài sản. Trong 9T/2021, việc tăng cường trích lập dự phòng giúp LLR hợp nhất và riêng lẻ của VPBank cải thiện rõ rệt. Tỷ lệ LLR hợp nhất và riêng lẻ lần lượt đạt 73.6% và 78.9% vào cuối Q3/2021 so với mức 73.1% và 69.8% cùng thời điểm năm 2020. Tuy nhiên, do tỷ lệ nợ xấu có sự gia tăng khiến chi phí tín dụng tăng nhẹ từ mức 4.6% trong Q2 lên 4.8% trong Q3. VPBank vẫn thận trọng duy trì tỷ lệ trích lập dự phòng trên lợi nhuận trước thuế và trước trích lập dự phòng (PPOP) hơn 50%.

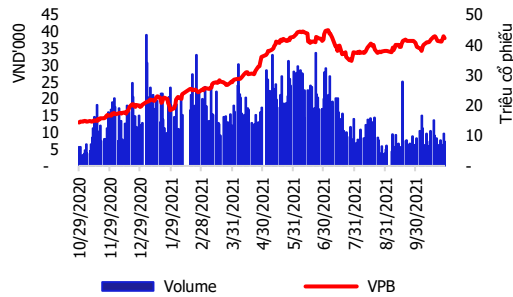
Tăng trưởng CASA khả quan nhờ chuyển đổi số hiệu quả. Tỷ lệ CASA liên tục tăng trưởng từ cuối năm 2020 đến Q3/2021 ghi nhận đạt mức 22.1% nhờ những thay đổi trong chiến lược tiếp cận khách hàng. Bên cạnh đó, chúng tôi kỳ vọng cổ đông chiến lược SMBC sẽ thay thế khoản vay ngoại tệ liên ngân hàng bằng tiền gửi bằng ngoại tệ có chi phí vốn rẻ hơn. Ngoài ra, với việc đẩy mạnh chuyển đổi số nhằm phát triển đa dạng hệ sinh thái và quy mô tệp khách hàng trong các mảng cho vay KHCN và SMEs, tỷ lệ CASA của VPB dự kiến sẽ tiếp tục gia tăng mạnh mẽ.

Duy trì khả năng sinh lợi hàng đầu. Trong 9T2021, dù chi phí trích lập dự phòng rủi ro tín dụng tăng hơn 32.3% YoY nhưng LNTT hợp nhất của VPBank vẫn đạt hơn 11.7 nghìn tỷ đồng, tăng gần 25% YoY trong đó NH mẹ đạt gần 11 nghìn tỷ đồng tăng trưởng hơn 75% YoY. NIM 9T/2021 hợp nhất đạt 8.5%, riêng NH mẹ ghi nhận con số đầy khả quan ở mức 5.4% so với 4.6% trong 9T/2020. Chúng tôi kỳ vọng NIM của ngân hàng sẽ tiếp tục gia tăng trong những năm tiếp theo nhờ duy trì vị thế độc tôn trong mảng cho vay tiêu dùng. Nguồn thu từ phí bảo hiểm chiếm tỷ trọng khá lớn trong cơ cấu nguồn thu ngoài lãi, kỳ vọng VPBank sẽ đàm phán lại hợp đồng thương vụ bancassurance độc quyền với AIA để thu về khoản phí "trả trước" cao hơn. Dù vậy, vì chưa có kế hoạch cụ thể nên chúng tôi tạm chưa yếu tố này vào mô hình định giá nhưng chúng tôi kỳ vọng giao dịch này sẽ diễn ra trong năm 2022. ROA và ROE tiếp tục nằm trong nhóm các ngân hàng có khả năng sinh lợi cao nhất ngành.

Định giá

Chúng tôi định giá cổ phiếu VPB với mức giá mục tiêu **53,800 VND/cp** dựa trên 2 phương pháp Thu nhập thặng dư (RI) và so sánh P/B và P/E. Chúng tôi sử dụng chi phí sử dụng vốn cổ phần (Re) ở mức 13.2% cho phương pháp RI và mức P/B 2.2x cũng như P/E 13.3x cho phương pháp định giá tương đối (so sánh P/B và P/E).

Diễn biến giá cổ phiếu



	1T	3T	12T
VPB (%)	3.7%	18.5%	195.0%
VNIndex (%)	7.8%	11.6%	57.1%

Cổ đông

	Tỷ lệ sở hữu
Dragon Capital	5.29%
Ông Ngô Chí Dũng	4.81%
Bà Hoàng Anh Minh	4.78%
Bà Vũ Thị Quyên	4.77%
Bà Kim Ngọc Cẩm Ly	4.20%

Đình Công Lý

Luyen.dinhcong@mbs.com.vn

Dương Thiện Chí

Chi.duongthien@mbs.com.vn

Trần Thái Bình

Binh.tran thai@mbs.com.vn

Bảng 1: Tóm tắt

Đơn vị: tỷ đồng	Đơn vị	2019A	2020A	2021F	2022F
Tổng thu nhập hoạt động	tỷ đồng	36,356	39,033	46,561	59,988
LN trước thuế và DPRRTD	VND bn	24,012	27,641	35,619	45,891
Tăng trưởng (%)	%	17.4%	15.1%	28.9%	28.8%
Chi phí DPRRTD	VND bn	13,688	14,622	18,345	21,765
Tăng trưởng (%)	%	21.6%	6.8%	25.5%	18.6%
LNTT	VND bn	10,324	13,019	17,274	24,126
Tăng trưởng (%)	%	12.2%	26.1%	32.7%	39.7%
LNST	VND bn	8,260	10,414	13,819	19,301
Tăng trưởng (%)	%	12.3%	26.1%	32.7%	39.7%
EPS cơ bản (VND)	VND	3,376	4,271	2,992	3,366
Giá trị sổ sách (VND)	VND	16,684	20,867	19,608	20,137
ROAA (%)	%	2.4%	2.6%	3.0%	3.5%
ROAE (%)	%	21.5%	22.0%	18.5%	18.3%
P/E	times	18.1x	9.0x	12.8x	11.4x
P/B	times	3.7x	1.8x	2.0x	1.9x

Nguồn: VPB FS, MBS Research

Luận điểm đầu tư

Cập nhật KQKD Q3/2021 và 9T2021

Trong Q3/2021, VPBank đạt tổng thu nhập hoạt động (TOI) hợp nhất 10,133 tỷ đồng (+7.0% YoY), trong đó thu nhập thuần từ lãi (NII) đạt 7,474 tỷ đồng (-5.2% YoY), chiếm 73.8% TOI. Nguyên nhân làm giảm NII chủ yếu đến từ việc tăng trưởng cho vay khách hàng trong Q3/2021 chỉ tăng 2.1% so với mức 2.9% trong Q3/2020, đồng thời ngân hàng đã tiến hành giảm lãi suất nhằm hỗ trợ khách hàng đang gặp khó khăn. Thu nhập ngoài lãi (NoII) đạt 2,659 tỷ đồng (+67.4% YoY) nhờ thu nhập từ nợ đã xử lý tăng gần +150% YoY.

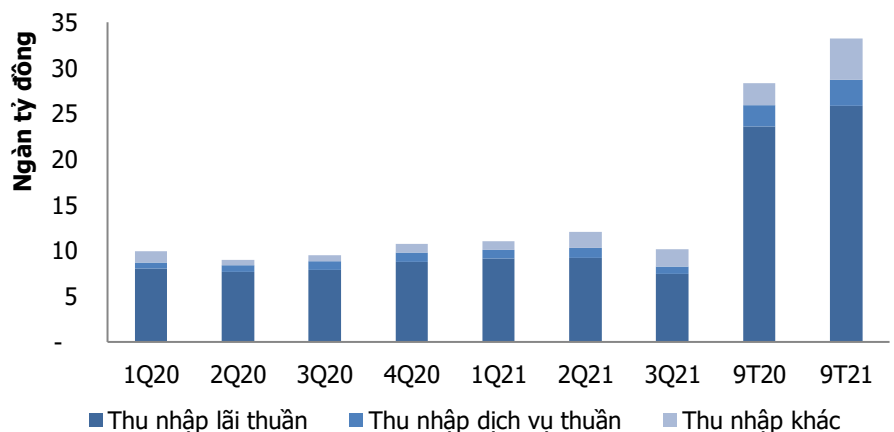
Lũy kế 9T2021, TOI hợp nhất của VPB đạt 33,231 tỷ đồng (+17.3% YoY), trong đó NII và NoII đạt lần lượt 25,826 tỷ đồng (+9.4% YoY) và 7,405 tỷ đồng (+56.9%) nhờ các nguồn thu từ xử lý nợ và chứng khoán đầu tư gia tăng mạnh. Với việc VPB chủ động giảm lãi suất theo hướng dẫn của NHNN, NIM của 9T2021 giảm nhẹ xuống mức 8.5% so với mức 8.7% trong 9T2020.

Đặc biệt, chi phí hoạt động trong 9T2021 đạt 7,864 tỷ đồng (-8.8% YoY), là một trong số ít các ngân hàng có chi phí hoạt động giảm so với cùng kỳ giúp đưa tỷ lệ CIR của ngân hàng tiếp tục giảm xuống mức 23.7%, thấp hơn rất đáng kể so với mức 30.4% trong 9T2020, theo đó VPBank là một trong ngân hàng có tỷ lệ CIR thấp nhất toàn ngành. Điều này giúp LNTT hợp nhất của ngân hàng đạt hơn 11,736 tỷ đồng (+24.9% YoY), hoàn thành hơn 70% kế hoạch LNTT của năm 2021.

Tính đến cuối Q3/2021, tăng trưởng tín dụng hợp nhất của VPB đạt 8.1%, đạt 67% hạn mức tín dụng hiện tại được cấp của VPB, trong đó ngân hàng mẹ có tốc độ tăng trưởng tín dụng 11.6%, và tỷ trọng cho vay của FE Credit (FEC) giảm xuống 18% so với mức 20% trong nửa đầu năm 2021. Nhận ra việc tập trung vào phân khúc khách hàng cho vay bán lẻ và cho vay tiêu dùng - đối tượng khách hàng chịu ảnh hưởng khá nặng bởi đại dịch - VPB đã thận trọng đẩy mạnh công tác kiểm soát các khoản vay mới nhằm đảm bảo chất lượng tài sản, đồng thời ngân hàng cũng ưu tiên hỗ trợ khách hàng theo hướng dẫn của NHNN với việc tiến hành giảm lãi cho hơn 238,500 khách hàng và cơ cấu nợ cho tổng dư nợ hơn 15.9 nghìn tỷ đồng, tăng 2.4 lần so với Q2/2021.

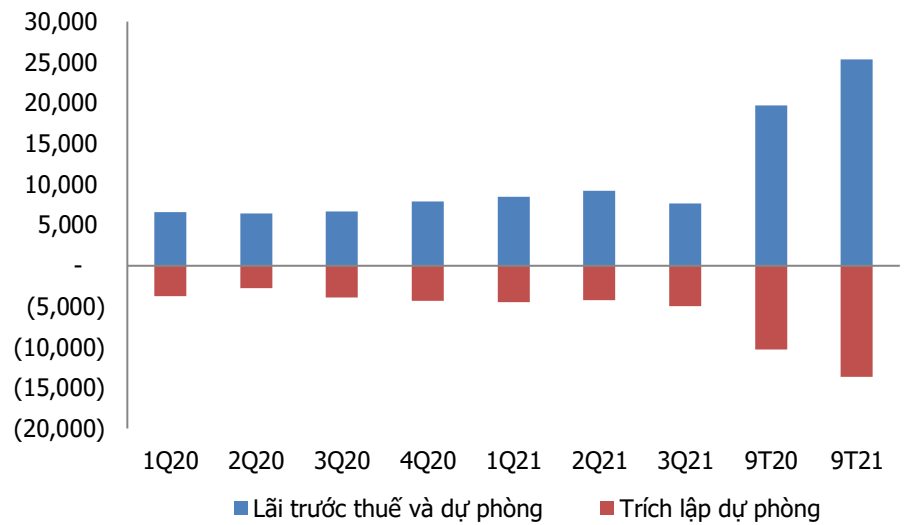
Tỷ lệ nợ xấu hợp nhất của VPB đạt 3.3%, chủ yếu đến từ việc gia tăng nợ xấu của mảng cho vay tiêu dùng do ảnh hưởng của đại dịch. Tỷ lệ nợ xấu của ngân hàng mẹ được duy trì ở mức 1.78%, tăng nhẹ so với Q2/2021 và thấp hơn đáng kể so với mức 2% của Q3/2020. Với việc gia tăng tỷ lệ nợ xấu hợp nhất, VPB cũng đồng thời gia tăng trích lập dự phòng nhằm đảm bảo chất lượng tài sản. Lũy kế 9T2021, chi phí trích lập dự phòng đạt hơn 13,631 tỷ đồng (+32.3% YoY) giúp LLR hợp nhất đạt 73.6%, tương đương với 9T2020.

Hình 1: Thu nhập hoạt động của VPB



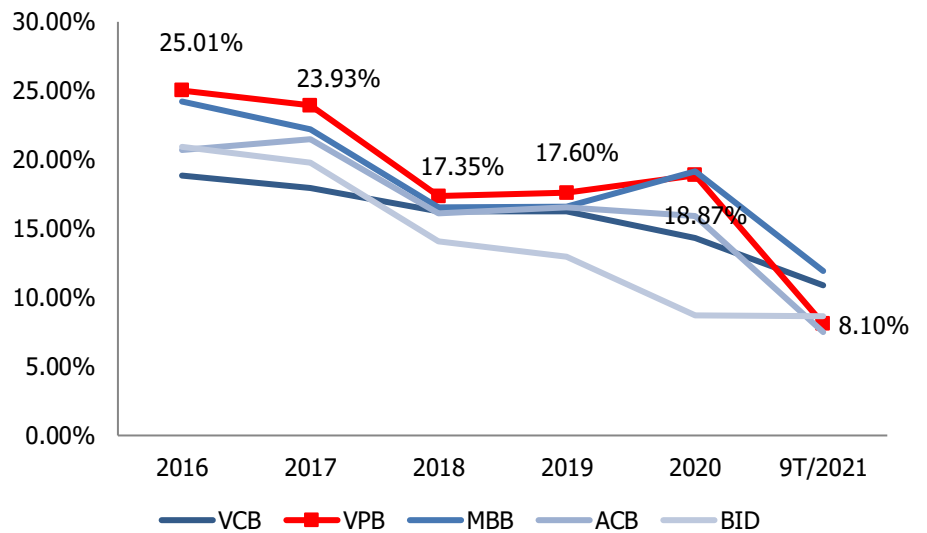
Nguồn: VPB, MBS Tổng hợp

Hình 2: PPOP và Chi phí DP RRTD



Nguồn: VPB, MBS Tổng hợp

Hình 3 : Tăng trưởng tín dụng



Nguồn: VPB, MBS Tổng hợp

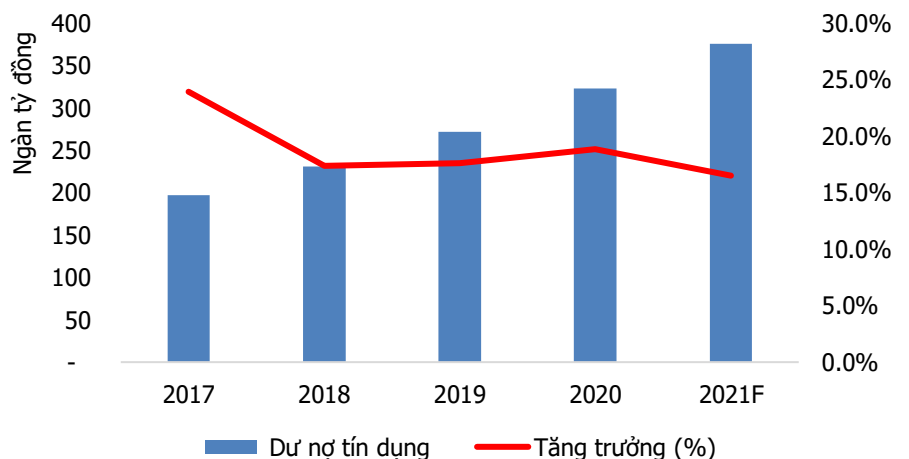
Tăng trưởng hạn mức hoạt động nhờ nguồn vốn gia tăng mạnh mẽ

Tháng 10/2021, VPB đã công bố hoàn tất thương vụ chuyển nhượng 49% vốn điều lệ của FE Credit cho SMBC với mức định giá 2.8 tỷ USD. Cụ thể, vào ngày 28/10/2021, VPB và SMBC đã chính thức hoàn tất mọi thủ tục chuyển nhượng, để SMBC chính thức nắm giữ 49% vốn điều lệ tại FE Credit. Chúng tôi kỳ vọng thương vụ này sẽ đem về cho VPB khoảng 1.4 tỷ USD và dự kiến dòng tiền này sẽ được hạch toán trực tiếp vào vốn chủ sở hữu (VCSH) báo cáo hợp nhất VPB trong Q4/2021. Ngoài ra, VPB cũng đã phát hành cổ phiếu chia cổ tức và nâng vốn điều lệ với tỷ lệ 10:8 trong tháng 10/2021, đưa mức vốn điều lệ hiện tại của VPB lên hơn 45 nghìn tỷ đồng. Chúng tôi ước tính mức VCSH của VPB vào thời điểm cuối năm sẽ đạt trên 96 nghìn tỷ đồng và đưa mức CAR theo Basel II của VPB lên hơn 17%, dẫn đầu ngành ngân hàng. Đây là một trong những điều kiện rất quan trọng trong việc được gia tăng hạn mức hoạt động, trong đó có hạn mức tín dụng từ NHNN, giúp VPB có được tăng trưởng cao hơn trong tương lai. Đồng thời, nguồn vốn mới cũng sẽ giúp VPB có cơ sở mở rộng hoạt động sang các mảng khác như quản lý tài sản, ngân hàng đầu tư để chuẩn bị sẵn sàng cho sự phục hồi tăng trưởng hậu Covid-19.

Bên cạnh đó, việc mở cửa trở lại nền kinh tế vào đầu Q4/2021 đã mang lại nhiều dấu hiệu tích cực cho việc phục hồi kinh tế cũng như nhu cầu tín dụng, đặc biệt trong lĩnh vực tín dụng bán lẻ và tín dụng tiêu dùng. Trong Q3/2021, VPB đã chủ động thắt chặt tín dụng đối với các sản phẩm có rủi ro cao như cho vay tín chấp cá nhân và hộ kinh doanh do ảnh hưởng của dịch Covid-19 đồng thời vẫn tập trung vào các phân khúc chủ lực như SMEs, RB nhờ tích cực áp dụng chuyển đổi số. Cụ thể, tăng trưởng tín dụng của 2 mảng SMEs và RB của VPB đạt hơn 22%, tiếp tục là động lực chính cho KQKD của ngân hàng. Chúng tôi kỳ vọng khi nhu cầu tín dụng phục hồi trở lại trong Q4/2021, các mảng kinh doanh chủ lực của VPB là cho vay bán lẻ và cho vay tiêu dùng sẽ có sự bùng nổ khi chính sách của VPB trong Q3 chủ yếu là hỗ trợ khách hàng và thận trọng kiểm soát rủi ro.

Trong tháng 7/2021, NHNN đã nâng hạn mức tín dụng của VPB từ 8.5% lên 12.5%, và sẽ còn xem xét trong quý cuối năm 2021, đặc biệt sau khi các kế hoạch tăng vốn của VPB đang được diễn ra theo đúng kế hoạch. Chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng tín dụng của VPB trong Q4/2021 sẽ đạt hơn 6.3%, đưa tổng tăng trưởng tín dụng năm 2021 lên mức 16.6%. Trong năm 2022, với việc VPB kế hoạch sẽ phát hành thêm 15% vốn cho cổ đông chiến lược nhằm nâng vốn điều lệ lên mức hơn 75 nghìn tỷ đồng, trở thành ngân hàng có vốn điều lệ lớn nhất ngành, chúng tôi kỳ vọng mức tăng trưởng tín dụng của VPB sẽ đạt trên 22% trong kịch bản dịch bệnh được kiểm soát.

Hình 4: Dự nợ và tăng trưởng tín dụng



Nguồn: VPB, MBS Tổng hợp

Cho vay bán lẻ là động lực tăng trưởng chính trong tương lai

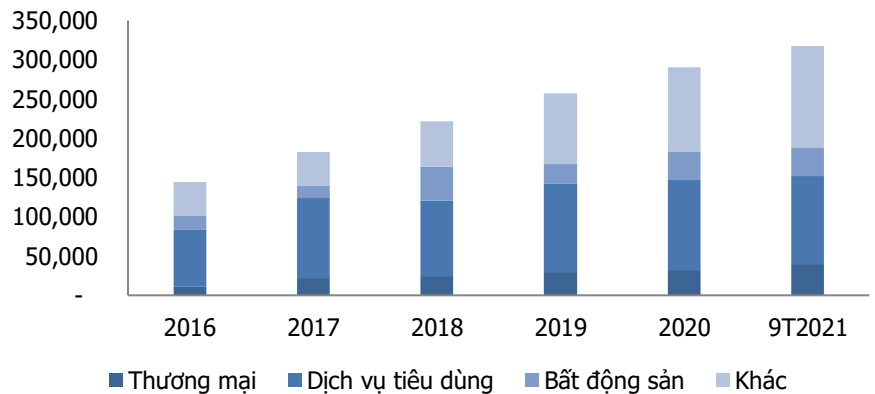
Trong bối cảnh mảng tín dụng tiêu dùng đang được VPB kiểm soát tăng trưởng thận trọng nhằm đảm bảo chất lượng tài sản, mảng cho vay KHCN và SMEs đang trở thành động lực tăng trưởng chính trong những năm tiếp theo của VPB.

Tại thời điểm cuối Q3/2021, mảng cho vay KHCN và SMEs tăng trưởng +22% so với đầu năm, chiếm tỷ trọng hơn 46% trong tổng danh mục cho vay của VPB. Nhờ vào nỗ lực số hóa, VPB đã cho ra hàng loạt các sản phẩm tập trung vào đối tượng khách hàng SME như eKYC hay các giải pháp giải ngân online giúp khách hàng có được nguồn vốn vượt qua đại dịch. Ngoài ra, các khoản vay tín chấp đã được kiểm soát rõ rệt trong quý 3 khi tỷ trọng chỉ chiếm gần 25% trong khi đó tỷ trọng cho vay tín chấp trong quý 2 là 27%, điều này đã thể hiện rất rõ chiến lược kiểm soát rủi ro và đẩy tỷ trọng cho vay thế chấp trong quý 3/2021 lên gần 75% tổng danh mục cho vay.

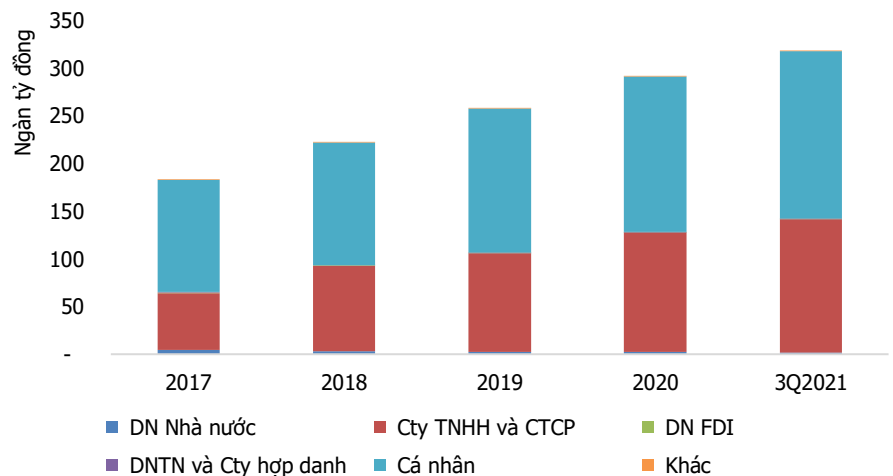
Các hoạt động chuyển đổi số đã mang lại những kết quả rất tích cực và phát huy hiệu quả lớn trong thời gian dịch bệnh. Cụ thể, tính đến hết tháng 9.2021 VPBank Neo đã có 2.6 triệu khách hàng đăng ký với tổng số giao dịch qua nền tảng ngân hàng số VPBank Neo đạt hơn 95 triệu, tăng 2.24 lần so với cùng kỳ năm ngoái.

Chúng tôi kỳ vọng mảng cho vay bán lẻ sẽ duy trì tốc độ tăng trưởng 25%/năm từ sau năm 2022 trên cơ sở VPB tiếp tục đẩy mạnh hơn nữa chuyển đổi số nhờ vào nguồn vốn mới dồi dào. Với tập khách hàng hơn 20 triệu cùng nền tảng số hóa hiệu quả cao giúp VPB có cơ sở mở rộng sang các hoạt động ngân hàng đầu tư và quản lý tài sản nhằm duy trì đà tăng trưởng cao.

Hình 6: Cơ cấu tín dụng theo ngành



Hình 7: Cơ cấu tín dụng theo loại khách hàng



Nguồn: VPB, MBS Tổng hợp

Tăng cường trích lập dự phòng đảm bảo chất lượng tài sản

Việc tập trung vào phân khúc cho vay tiêu dùng và bán lẻ giúp VPB có được lợi nhuận cao nhưng kèm đó là rủi ro nợ xấu gia tăng. Do đó, VPB đã luôn tích cực kiểm soát nợ xấu cũng như tăng cường đầu tư vào công nghệ nhằm đẩy mạnh công tác thu hồi nợ. Tỷ lệ nợ xấu NPL hợp nhất và riêng lẻ theo TT02 của VPB trong giai đoạn từ quý 2/2021 trở về trước vẫn duy trì khá tốt lần lượt ở mức dưới 3% và dưới 2%. Tuy nhiên trong Q3/2021, do ảnh hưởng của dịch Covid-19 lần thứ 4 đã khiến cho các phân khúc khách hàng chủ lực của VPB chịu ảnh hưởng dẫn đến tỷ lệ NPL hợp nhất và riêng lẻ tăng lần lượt lên mức 3.29% và 1.78%.

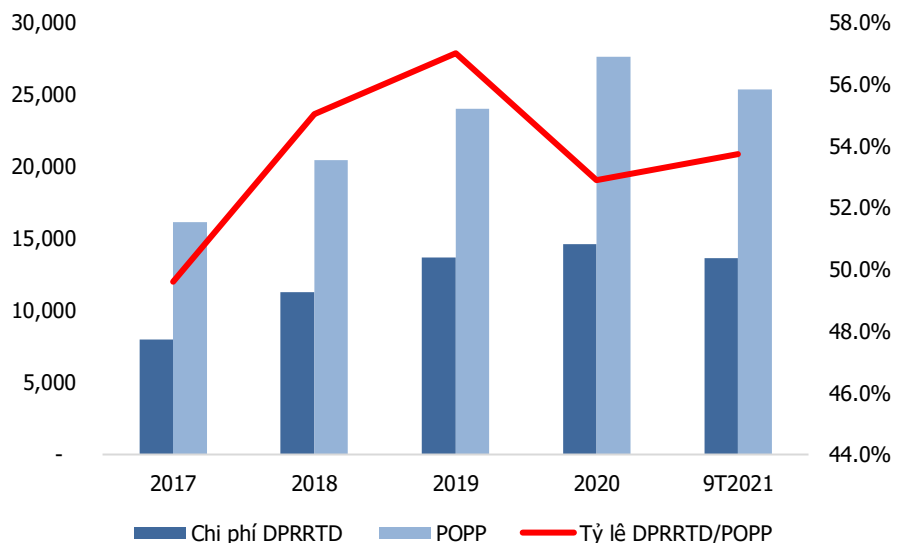
Nhằm kiểm soát tốt các khoản nợ xấu tiềm ẩn, ngân hàng đã liên tục trích lập dự phòng cũng như chủ động xóa nợ xấu trong kỳ bằng các khoản trích lập. Năm 2019, VPB đã chủ động xóa 14.3 nghìn tỷ nợ xấu đồng thời tiếp tục trích lập 13.7 nghìn tỷ ngay trong kỳ, tương tự trong năm 2020 xóa 14.2 nghìn tỷ và trích lập trở lại 14.6 nghìn tỷ. Lũy kế 9T2021, VPB cũng đã xử lý 11,906 tỷ đồng từ các khoản trích lập (+25.0% YoY), thu từ xử lý nợ xấu đạt tương đương 2,700 tỷ đồng (+73.8% YoY)

Trong khi nhiều ngân hàng khác xử lý nợ xấu theo từng trường hợp cụ thể thì tại VPB chính sách sản phẩm được chuẩn hóa và hầu như là không có ngoại lệ cho từng KH riêng lẻ. Việc kiểm soát tốt nợ xấu đến từ cấu trúc tổ chức của VPB và chúng tôi cho rằng điều này góp phần giữ tỷ lệ NPL trong mức kiểm soát.

Theo thông tư 14/2021/TT-NHNN, các NHTM có thể phân bổ trích lập dự phòng của các khoản nợ xấu trong vòng 3 năm, đến cuối năm 2023. Thông tư này phần nào sẽ giúp các ngân hàng giảm bớt áp lực phải trích lập dự phòng ảnh hưởng đến tăng trưởng lợi nhuận, tuy nhiên VPB hiện đang trích lập dự phòng cho toàn bộ 15.9 nghìn tỷ đồng dư nợ tái cơ cấu nhằm giảm áp lực cho những năm sau.

Trong 9T/2021, với việc tăng cường trích lập dự phòng giúp LLR hợp nhất và riêng lẻ của VPB được cải thiện. Tỷ lệ LLR hợp nhất và riêng lẻ lần lượt đạt 73.6% và 78.9% vào cuối Q3/2021 so với mức 73.1% và 69.8% cùng thời điểm năm 2020. Tuy nhiên, do tỷ lệ nợ xấu có sự gia tăng đã khiến chi phí tín dụng tăng nhẹ từ mức 4.6% trong Q2 lên 4.8% trong Q3. VPB vẫn thận trọng duy trì tỷ lệ trích lập dự phòng trên lợi nhuận trước thuế và trước trích lập dự phòng (PPOP) hơn 50%.

Hình 8: Tỷ lệ chi phí dự phòng rủi ro tín dụng/PPOP



Nguồn: VPB, MBS Tổng hợp

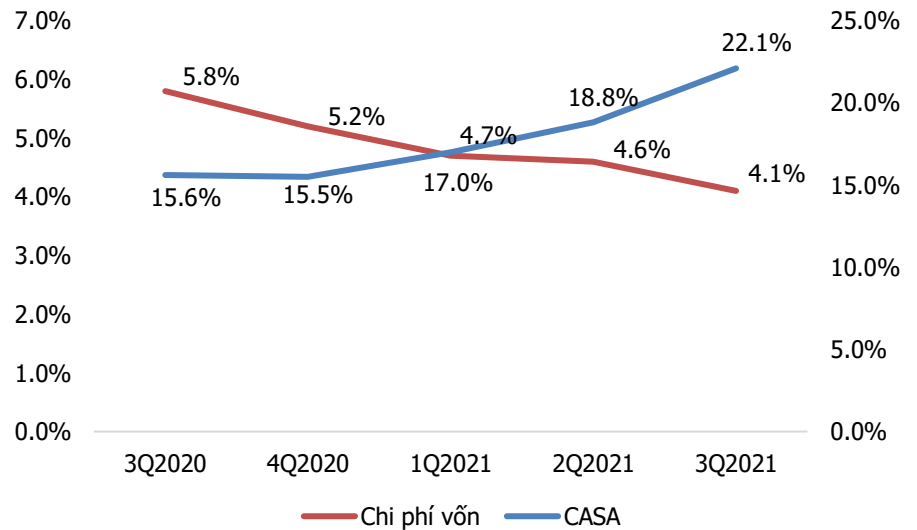
Tăng trưởng CASA khả quan nhờ chuyển đổi số hiệu quả

Với việc tham gia vào các mảng cho vay bán lẻ với tập khách hàng lớn và tận dụng chuyển đổi số, CASA của VPB đang cho thấy được sự cải thiện đáng kể. Cụ thể, tỉ lệ CASA tại cuối Q3/2021 đạt 22.1%, tăng đáng kể so với mức 15.6% tại thời điểm cuối năm 2020.

So với mặt bằng chung của ngành thì tỷ lệ CASA của VPB chưa phải là một con số cạnh tranh, tuy nhiên nỗ lực nhằm cải thiện tỉ lệ này của VPB trong thời gian gần đây đã mang lại những tín hiệu rất tích cực nhờ vào những nỗ lực chuyển đổi số hiệu quả mà VPB đang thực hiện thể hiện ở tốc độ tăng trưởng CASA hàng đầu trong ngành. Tỷ lệ tiền gửi trực tuyến trong 9T2021 đạt 51%, tăng 31% so với thời điểm đầu năm. Với việc đẩy mạnh chuyển đổi số nhằm phát triển đa dạng hệ sinh thái và quy mô tập khách hàng trong các mảng cho vay KHCN và SMEs, tỷ lệ CASA của VPB dự kiến sẽ tiếp tục gia tăng mạnh mẽ.

Với sự tham gia của cổ đông chiến lược SMBC, chúng tôi kỳ vọng rằng những khoản vay ngoại tệ nước ngoài của VPB (~7% tổng vay nợ vào cuối 2020) sẽ được thay thế bằng lượng tiền gửi ngoại tệ có chi phí vốn rẻ hơn. Hiện tại VCB và CTG có khoản tiền gửi ngoại tệ liên ngân hàng rất lớn và cả hai đều có cổ đông chiến lược là ngân hàng Nhật. Với chiến lược mở rộng sang mảng cho vay bán lẻ, chúng tôi kỳ vọng VPB sẽ thực hiện chiến lược nâng tỷ trọng CASA trong cơ cấu huy động. Trong năm 2022, chúng tôi dự phóng tỷ lệ CASA của VPB sẽ đạt mức hơn 26% bằng các chiến lược về phát triển các sản phẩm và dịch vụ số.

Hình 9: CASA và chi phí vốn



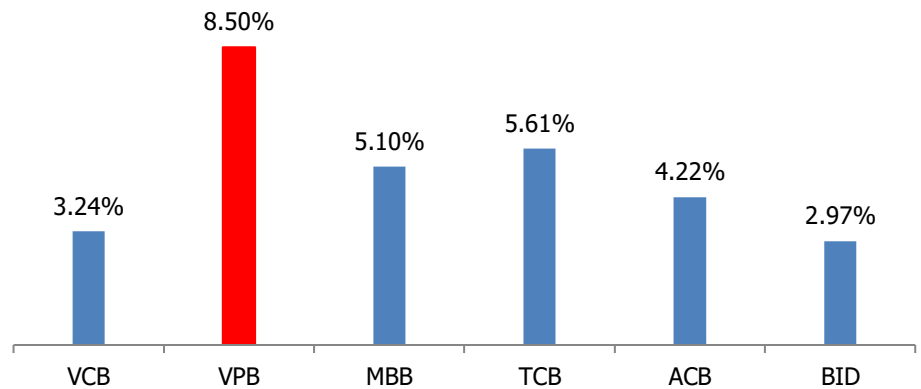
Nguồn: VPB, MBS Tổng hợp

Duy trì khả năng sinh lợi hàng đầu trong ngành

NIM dẫn đầu ngành ngân hàng

Với tỷ trọng cho vay tiêu dùng chiếm trung bình 20% trong tổng danh mục cho vay cùng tỷ lệ cho vay bán lẻ cũng chiếm hơn 46%, lãi suất cho vay trung bình của VPB cao hơn đáng kể so với trung bình ngành, luôn đạt trên mức 14% kể từ năm 2017. Điều này dẫn tới NIM của VPB luôn dẫn đầu ngành với mức trung bình luôn trên 8.5% so với trung bình ngành khoảng 5%. Trong 9T2021, NIM hợp nhất giảm nhẹ xuống mức 8.5% so với mức 8.7% cùng kỳ năm trước, trong khi đó NIM của ngân hàng mẹ tăng mạnh từ 4.6% trong 9T2020 lên 5.4% vào cuối Q3/2021. NIM hợp nhất giảm chủ yếu đến từ việc tăng trưởng tín dụng của FEC giảm cũng như ngân hàng chủ động cắt giảm lãi suất nhằm hỗ trợ cho khách hàng bị ảnh hưởng bởi đại dịch theo hướng dẫn của NHNN.

Hình 10: NIM một số Ngân hàng niêm yết



Nguồn: Báo cáo các ngân hàng niêm yết, MBS Tổng hợp

Chi phí vốn cải thiện đáng kể nhờ CASA và lãi suất thấp

Tuy nhiên việc lãi suất được duy trì ở mức thấp cùng với CASA tăng mạnh đã giúp chi phí vốn hợp nhất giảm đáng kể từ mức 5.8% trong Q3/2020 xuống 4.1% trong Q3/2021, hạn chế lại đà giảm của lãi suất cho vay trung bình.

Chi phí huy động vốn của FE Credit trung bình đạt khoảng 9% trong giai đoạn từ năm 2019-2020. Tuy nhiên, chúng tôi kỳ vọng chi phí huy động vốn của FE Credit sẽ giảm do có sự hỗ trợ từ SMBC. Để so sánh, chi phí huy động vốn của HD Saison, được hỗ trợ bởi tập đoàn tài chính Nhật Bản - Credit Saison, trung bình đạt khoảng 7.5% trong giai đoạn 2019-2020. Do đó, chúng tôi kỳ vọng chi phí huy động vốn trung bình của FE Credit sẽ giảm xuống còn khoảng 7-8%. Ngoài ra, thu nhập từ việc bán cổ phần FE Credit có thể được sử dụng làm nguồn vốn tự có để cho vay.

Chúng tôi dự phóng NIM của trong năm 2021 và 2022 lần lượt đạt 9.1% và 9.8% với kỳ vọng ngân hàng có thể đẩy mạnh kinh doanh trở lại ở phân khúc cho vay tiêu dùng với tỉ suất sinh lợi cao trong Q4/2021 và cả năm 2022. Theo chia sẻ của đại diện VPB, ngân hàng có kế hoạch sẽ đưa mức dư nợ của FEC về ngang bằng với năm 2020 vào giữa năm 2022.

Tỷ lệ CIR thấp nhất ngành ngân hàng

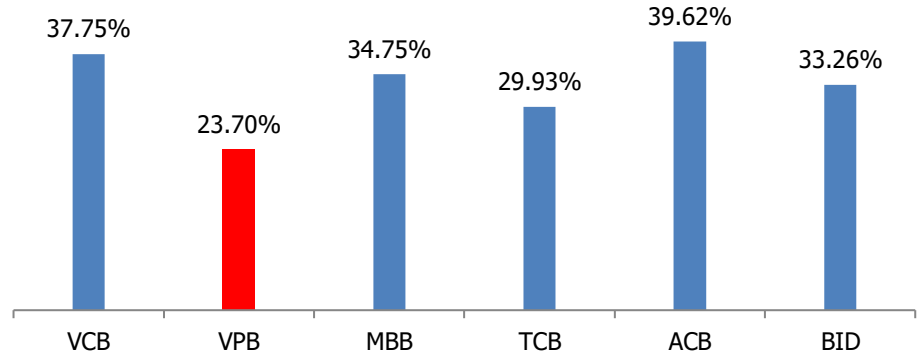
Điểm nhấn đáng chú ý trong KQKD của VPB trong 9T2021 đến từ việc ngân hàng đã cắt giảm được chi phí hoạt động so với cùng kỳ dù doanh thu vẫn tăng trưởng, đây được xem như một minh chứng rõ nét trong việc nâng cao hiệu quả hoạt động của VPB nhờ vào chuyển đổi số, đặc biệt trong thời gian dịch bệnh.

Trong 9T2021, VPB ghi nhận chi phí hoạt động 7,864 tỷ đồng (-8.8% YoY) nhờ vào chi phí nhân viên và chi phí quản lý được giảm đáng kể. Một phần lý do đến từ các hoạt động của nhân viên bị suy giảm do dịch, tuy nhiên điều này cũng cho thấy được việc áp dụng chuyển đổi số vào các quy trình và ứng dụng của VPB đã phát huy hiệu quả,

giúp cả số lượng khách hàng lẫn giao dịch đều gia tăng đáng kể. Tỷ lệ CIR trong Q3/2021 đạt 24.2%, tuy có tăng nhẹ so với mức thấp của 6T2021, tuy nhiên điều này cũng giúp tỷ lệ CIR của VPB trong 9T2021 đạt mức 23.7%, giảm đáng kể so với mức 29.2% của năm 2020 và 34% của năm 2019. Đây cũng được xem là mức CIR thấp nhất ngành hiện tại theo số liệu công bố trong Q3/2021 của các ngân hàng niêm yết.

Chúng tôi kỳ vọng VPB sẽ duy trì mức CIR này cho cả năm 2021 và 2022, nhờ vào những tiềm năng tăng trưởng mạnh của hầu hết các mảng kinh doanh chủ lực của ngân hàng trong Q4/2021 và cho cả năm 2022.

Hình 11: CIR một số Ngân hàng niêm yết

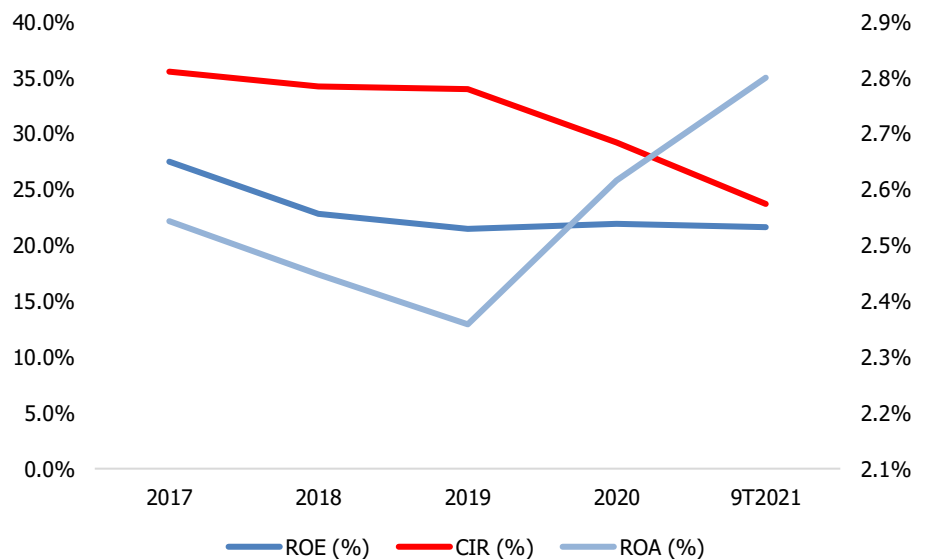


Nguồn: Báo cáo các ngân hàng niêm yết, MBS Tổng hợp

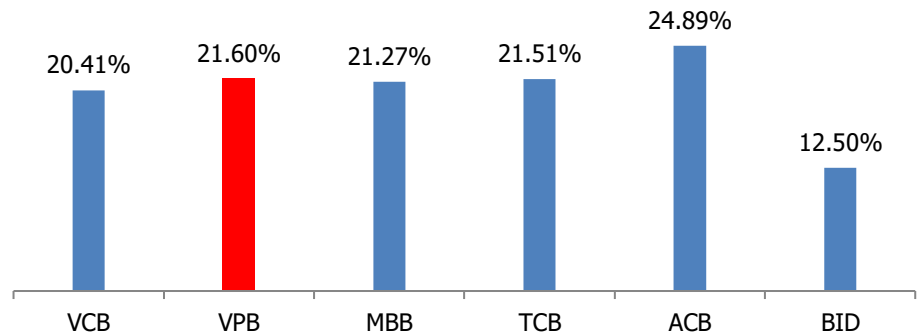
ROA và ROE tiếp tục được nâng cao và nằm trong nhóm dẫn đầu ngành

VPB là một trong những ngân hàng có quy mô VCSH tăng nhanh nhất trong 5 năm trở lại đây với tốc độ tăng trưởng kép hàng năm (CAGR) hơn 31.6%. Tuy nhiên, VPB vẫn duy trì mức ROE trên 20% kể từ năm 2015 và luôn nằm trong top những ngân hàng có ROE cao nhất ngành. Điều này đạt được nhờ tốc độ tăng trưởng LNST của VPB rất cao dựa trên mức NIM cao cùng với tăng trưởng tín dụng nhanh và chuyển đổi số hiệu quả giúp giảm tỷ lệ CIR xuống mức thấp hơn nhiều so với ngành. Trong 9T2021, ROE của VPB đạt 21.6%, giảm nhẹ so với mức 22% của cả năm 2020, tuy nhiên ROA tăng nhẹ từ mức 2.6% lên 2.8%.

Hình 12: Khả năng sinh lời và CIR



Hình 13: ROE 9T/2021 một số ngân hàng niêm yết



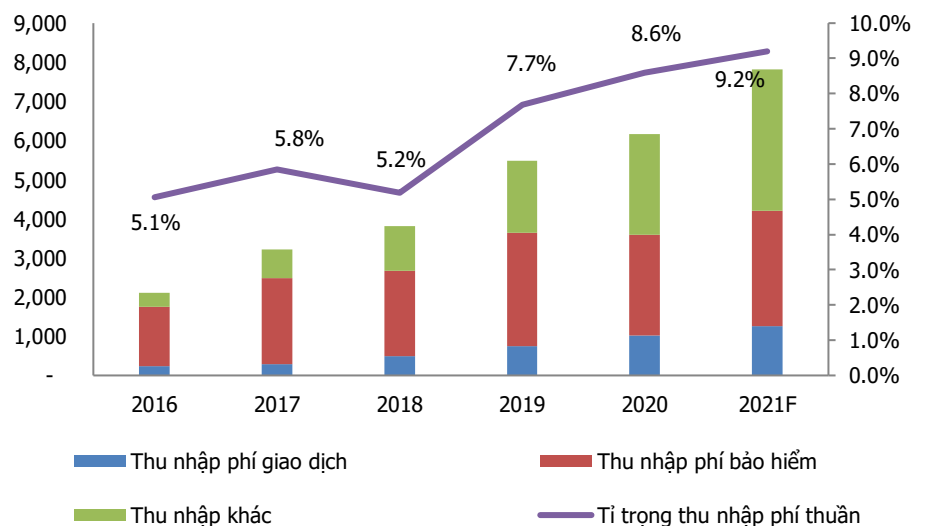
Nguồn: Báo cáo các ngân hàng niêm yết, MBS Tổng hợp

Thu nhập ngoài lãi được đẩy mạnh để đóng góp lớn hơn vào TOI

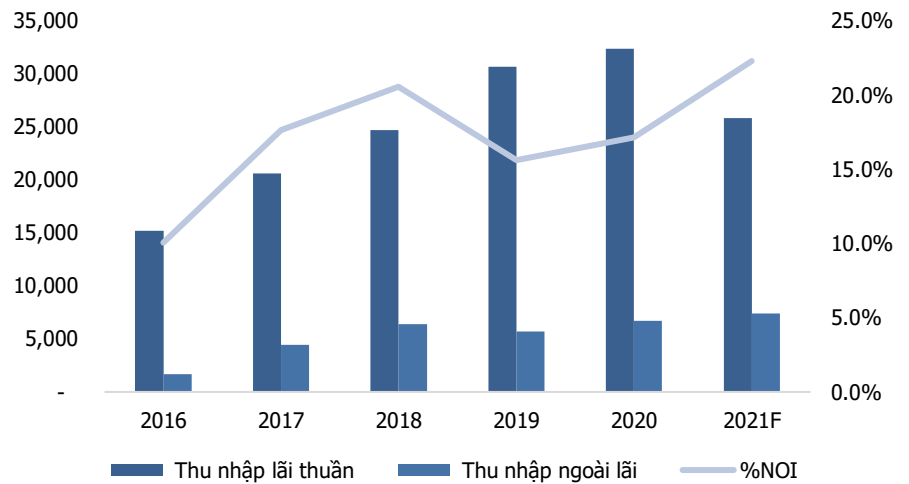
Với việc thu nhập từ lãi bị ảnh hưởng đáng kể bởi dịch Covid-19, VPB đã chủ động tăng cường các nguồn thu ngoài lãi (NoII) nhằm đạt được KQKD khả quan trong Q3/2021. Trong Q3/2021, NoII của VPB đạt 2,658 tỷ đồng (+67.4% YoY) chủ yếu đến các hoạt động mua bán chứng khoán và thu hồi nợ đã xử lý tăng mạnh. Các hoạt động dịch vụ ghi nhận thu nhập 791 tỷ đồng (-15.9% YoY). Lũy kế 9T/2021, NoII đạt 7,405 tỷ đồng (+56.9% YoY). Tăng trưởng mạnh nhất đến từ hoạt động mua bán chứng khoán đạt hơn 2,362 tỷ đồng (+114.3% YoY). Thu nhập từ dịch vụ đạt 2,863 tỷ đồng (+23.2% YoY), đóng góp chủ yếu từ doanh thu phí của các hoạt động từ thẻ và thanh toán với tỷ trọng khoảng 60%. Doanh thu từ phí bảo hiểm được duy trì so với cùng kỳ 2020.

VPB hiện đang đứng thứ 6 về doanh thu phí bảo hiểm banca. Chúng tôi kỳ vọng VPB sẽ đàm phán lại hợp đồng thương vụ bancassurance độc quyền để thu về khoản phí "trả trước" cao hơn.

Hình 14: Thu nhập theo loại phí



Hình 15: Tỷ trọng thu nhập ngoài lãi



Bảng 2: Phí trả trước ("upfront") một số thương vụ banca độc quyền 2017-2020

Ngân hàng	SLKH tại thời điểm ký HĐ (tr.)	Số lượng CN/ VP	Mạng lưới (TP)	Thời điểm ký HĐ	Kỳ hạn (năm)	Đôi tác	Phí trả trước – ước tính (tỷ VND)
VCB	10	552	53	11/2019	15	FWD	9000
TCB	5	315	45	9/2017	15	Manulife	1500
ACB	5	371	47	2020	15	Sun Life	8500
CTG	14	1150	63	2020	16	Manulife	-
VPB	5	216	51	10/2017	15	AIA	1800

Nguồn: tapchitaichinh.vn, MBS tổng hợp

Khuyến nghị và định giá

Chúng tôi định giá cổ phiếu VPB với mức giá mục tiêu **53,800 VND/cp** bằng 2 phương pháp Thu nhập thặng dư (RI-Residual Income) và định giá tương đối (so sánh P/B và P/E) với các Ngân hàng niêm yết khác dựa trên một số dự phóng và giả định như sau:

- Tốc độ tăng trưởng tín dụng năm 2021 đạt 16.6%, với giả định NHNN sẽ tiếp tục nâng room tín dụng cho VPB trong quý cuối năm 2021.
- Tăng trưởng tiền gửi khách hàng trong năm 2021 dự phóng đạt 12.7%, trong đó tỷ lệ CASA đạt mức 20.2%.
- Lãi suất cho vay được dự báo ở mức 15% cho cả năm 2021, chi phí vốn vẫn duy trì ở mức thấp 4.52% giúp NIM được cải thiện lên mức 9.11%. Tỷ lệ LDR dự kiến trên 100%.
- Ngân hàng đang tích cực xử lý nợ xấu do vậy tỷ lệ nợ xấu trong năm 2021 dự báo đạt 3.3%. Tỷ lệ trích lập dự phòng/nợ vay tăng lên mức 5.8% so với mức 5.4% trong năm 2020 giúp chi phí DPRRTD đạt 18,345 tỷ đồng (+25.5% YoY)
- Tổng TNHĐ dự kiến đạt 46,561 tỷ đồng (+19.3% svck), LNTT đạt 17,274 tỷ đồng (+32.7% svck). Thu nhập ngoài lãi đóng góp 17.1% tổng TNHĐ, vì chúng tôi kỳ vọng thị trường bảo hiểm sẽ giảm tốc trong nửa cuối năm do chi tiêu tiêu dùng sẽ tăng cao. Tỷ lệ CIR được dự báo đạt 23.5% tương đương với 9T2021.
- Chi phí vốn cổ phần được sử dụng là 13.2% nhằm phản ánh rủi ro khi thị trường chứng khoán liên tục lập đỉnh mới. Tốc độ tăng trưởng $g=5\%$.
- EPS và BVPS dự phóng năm 2021 lần lượt đạt 2,992 VND/cp và 19,874 VND/cp.

Bảng 3: Định giá VPB

Mã CK	ROE	ROA	P/B	P/E
VCB	20.6%	1.6%	3.43	17.54
TCB	21.1%	3.6%	2.14	11.01
BID	12.8%	0.7%	2.10	16.94
CTG	18.6%	1.2%	1.75	9.91
VPB	22.6%	2.9%	2.47	11.95
MBB	21.0%	2.1%	2.04	10.39
ACB	26.4%	2.2%	2.38	9.91
VIB	31.6%	2.4%	3.08	10.95
HDB	22.0%	1.7%	2.09	10.35
STB	11.8%	0.7%	1.74	15.24
SHB	15.4%	0.9%	1.95	13.60
SSB	15.3%	1.2%	3.23	22.35
TPB	24.4%	2.0%	1.82	8.28
MSB	20.9%	2.1%	1.69	9.00
OCB	23.3%	2.7%	1.70	7.94
EIB	6.3%	0.7%	1.83	29.53
LPB	18.2%	1.1%	1.94	11.26
Median	20.9%	1.7%	2.04	11.01
Average	19.6%	1.7%	2.20	13.30

Đơn vị: tỷ đồng	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F
LNST	13,480,631	17,409,300	24,293,350	31,174,655	40,789,061
LN thặng dư	3,651,837	3,540,429	8,004,792	12,023,114	17,923,110
Terminal value					230,260,714
Chi phí VCSH					13.2%
Tốc độ tăng trưởng dài hạn					5.0%
Giá trị hiện tại VCSH					252,261,852
SLCP					4,445,473,387
Giá cổ phiếu (VND/cp)					56,700

Tóm tắt KQĐG	%	Giá trị
Thu nhập thặng dư	80%	56,700
So sánh P/E	10%	39,800
So sánh P/B	10%	44,400
Giá mục tiêu		53,800

Financial Summary

Báo cáo KQKD (tỷ đồng)	2020A	2021F	2022F	Tỷ số tài chính	2020A	2021F	2022F
Thu nhập lãi thuần	32,346	38,581	50,006	Tăng trưởng			
Thu nhập thuần từ HDDV	3,356	4,264	5,451	Tăng trưởng tài sản	11.1%	20.5%	18.4%
Lãi thuần từ HĐKD vàng và ngoại hối	(307)	(202)	(9)	Tăng trưởng cho vay và đầu tư	12.3%	18.5%	23.1%
Lãi thuần từ HĐ mua bán CKKD	226	133	235	Tăng trưởng tiền gửi và giấy tờ có giá	9.4%	11.6%	18.1%
Lãi thuần từ mua bán CKĐT	1,171	1,325	1,601	Tăng trưởng LN trước thuế và DPRRTD	15.1%	28.9%	28.8%
Lãi thuần từ HĐKD khác	2,236	2,460	2,706	Tăng trưởng LNTT	26.1%	32.7%	39.7%
Tổng thu nhập hoạt động	39,033	46,561	59,988	An toàn vốn			
Chi phí hoạt động	11,392	10,942	14,097	CAR	12.0%	N/A	N/A
LNTT và trước DPRRTD	27,641	35,619	45,891	VCSH/Tổng tài sản	11.9%	16.2%	19.1%
Chi phí DPRRTD	14,622	18,345	21,765	Đòn bẩy tài chính	8.38	6.19	5.24
LNTT	13,019	17,274	24,126	Chất lượng tài sản			
Chi phí thuế TNDN	2,606	3,455	4,825	Tỷ lệ Nợ nhóm 3-5	3.41%	3.30%	3.00%
LNST	10,414	13,819	19,301	Tỷ lệ nợ nhóm 2	5.15%	5.00%	5.00%
LN cổ đông thiểu số	-	339	1,891	Tỷ lệ bao nợ xấu (LLR)	77.51%	79.39%	81.40%
LNST cho Ngân hàng	10,414	13,481	17,409	Thanh khoản			
				Tỷ số cho vay/tiền gửi (LDR)	105.6%	110.0%	113.5%
				TS thanh khoản cao/Tổng TS	25.3%	28.5%	25.9%
				TS thanh khoản/tiền gửi KH	36.5%	44.2%	40.7%
				Khả năng sinh lợi			
				ROA	2.6%	3.0%	3.5%
				ROE	22.0%	18.5%	18.3%
				NIM	8.8%	9.1%	9.8%
				TN lãi thuần/Tổng TNHĐ	82.9%	82.9%	83.4%
				Chi phí HĐ/Tổng TNHĐ (CIR)	29.2%	23.5%	23.5%
				Định giá			
				EPS cơ bản (VND)	4,271	2,992	3,366
				Giá trị sổ sách (VND)	20,867	19,608	20,137
				P/E	9.0x	12.8x	11.4x
				P/B	1.8x	2.0x	1.9x
Cân đối kế toán (tỷ đồng)	2020A	2021F	2022F				
Tiền và tương đương tiền	3,283	3,245	4,733				
Tiền gửi tại NHNN	5,780	6,834	8,070				
Tiền gửi và cho vay các TCTD	19,555	39,354	25,566				
Chứng khoán kinh doanh (CKKD)	493	1,704	2,093				
Hoạt động mua nợ	258	-	-				
Cho vay khách hàng	290,816	341,698	419,745				
Dự phòng cho vay	(4,497)	(5,370)	(6,427)				
Chứng khoán đầu tư	76,485	92,562	114,608				
Đầu tư dài hạn khác	239	213	218				
Tài sản cố định	1,863	1,725	1,581				
BĐS đầu tư	-	-	-				
Tài sản Có khác	24,752	22,975	27,850				
TỔNG TÀI SẢN	419,027	504,940	598,037				
NỢ PHẢI TRẢ	366,233	408,508	483,904				
Nợ NHNN, Chính phủ	14	14	14				
Tiền gửi, vay các TCTD khác	56,511	62,162	70,240				
Tiền gửi của khách hàng	233,428	263,042	310,642				
Phái sinh và các công cụ TC khác	140	140	140				
Vốn tài trợ, ủy thác đầu tư	187	311	436				
Phát hành giấy tờ có giá	62,845	68,340	83,949				
Các khoản nợ khác	13,107	14,499	18,483				
VỐN CHỦ SỞ HỮU	52,794	96,433	114,132				
Vốn điều lệ	25,300	45,057	51,725				
Thặng dư vốn cổ phần	366	-	-				
Cổ phiếu quỹ	(2,199)	(1,761)	(1,761)				
Vốn khác	-	-	-				
Quỹ của TCTD	11,912	14,271	17,318				
LN chưa phân phối	17,415	30,782	36,875				
Lợi ích CĐ không kiểm soát	-	8,083	9,975				
TỔNG NỢ PHẢI TRẢ VÀ VCSH	419,027	504,940	598,037				

Liên hệ: Khôi Nghiên cứu

Kiểm soát - Bộ phận nghiên cứu Ngành và Cổ phiếu

Chứng khoán, Ngân hàng, Bất động sản

Trần Thái Bình

Binh.TranThai@mbs.com.vn

Vật liệu xây dựng, Ngân hàng

Dương Thiên Chí

Chi.DuongThien@mbs.com.vn

Bất động sản, Ngân hàng

Đinh Công Luyện

Luyen.DinhCong@mbs.com.vn

Hệ Thống Khuyến Nghị: Hệ thống khuyến nghị của MBS được xây dựng dựa trên mức chênh lệch của giá mục tiêu 12 tháng và giá cổ phiếu trên thị trường tại thời điểm đánh giá

Xếp hạng	Khi (giá mục tiêu – giá hiện tại)/giá hiện tại
MUA	>=15%
TRUNG LẬP (GIỮ)	Từ -15% đến +15%
BÁN	<= -15%

CÔNG TY CỔ PHẦN CHỨNG KHOÁN MB (MBS)

Được thành lập từ tháng 5 năm 2000 bởi Ngân hàng TMCP Quân đội (MB), Công ty CP Chứng khoán MB (MBS) là một trong 5 công ty chứng khoán đầu tiên tại Việt Nam. Sau nhiều năm không ngừng phát triển, MBS đã trở thành một trong những công ty chứng khoán hàng đầu Việt Nam cung cấp các dịch vụ bao gồm: môi giới, nghiên cứu và tư vấn đầu tư, nghiệp vụ ngân hàng đầu tư và các nghiệp vụ thị trường vốn.

Mạng lưới chi nhánh và các phòng giao dịch của MBS đã được mở rộng và hoạt động có hiệu quả tại nhiều thành phố trọng điểm như Hà Nội, TP, HCM, Hải Phòng và các vùng chiến lược khác, Khách hàng của MBS bao gồm các nhà đầu tư cá nhân và tổ chức, các tổ chức tài chính và doanh nghiệp, Là thành viên Tập đoàn MB bao gồm các công ty thành viên như: Công ty CP Quản lý Quỹ đầu tư MB (MB Capital), Công ty CP Địa ốc MB (MB Land), Công ty Quản lý nợ và Khai thác tài sản MB (AMC), Công ty CP Việt R.E.M.A.X (VIET R.E.M), Công ty Tài chính TNHH MB Shinsei (MS Finance). MBS có nguồn lực lớn về con người, tài chính và công nghệ để có thể cung cấp cho Khách hàng các sản phẩm và dịch vụ phù hợp mà rất ít các công ty chứng khoán khác có thể cung cấp.

MBS tự hào được nhìn nhận là:

- Công ty môi giới hàng đầu, đứng đầu thị phần môi giới từ năm 2009.
- Công ty nghiên cứu có tiếng nói trên thị trường với đội ngũ chuyên gia phân tích có kinh nghiệm, cung cấp các sản phẩm nghiên cứu về kinh tế và thị trường chứng khoán.
- Nhà cung cấp đáng tin cậy các dịch vụ về nghiệp vụ ngân hàng đầu tư cho các công ty quy mô vừa.

MBS HỢI SỞ

Tòa nhà MB, số 21 Cát Linh, Đống Đa, Hà Nội

ĐT: + 84 4 3726 2600 - Fax: +84 3726 2601

Webiste: www.mbs.com.vn

Tuyên bố miễn trách nhiệm: Bản quyền năm 2020 thuộc về Công ty CP Chứng khoán MB (MBS), Những thông tin sử dụng trong báo cáo được thu thập từ những nguồn đáng tin cậy và MBS không chịu trách nhiệm về tính chính xác của chúng, Quan điểm thể hiện trong báo cáo này là của (các) tác giả và không nhất thiết liên hệ với quan điểm chính thức của MBS, Không một thông tin cũng như ý kiến nào được viết ra nhằm mục đích quảng cáo hay khuyến nghị mua/bán bất kỳ chứng khoán nào, Báo cáo này không được phép sao chép, tái bản bởi bất kỳ cá nhân hoặc tổ chức nào khi chưa được phép của MBS.